



UNIVERSIDAD
DEL SALVADOR

POLITICA MONETARIA:

ANALISIS DE SU EFECTIVIDAD Y DE LA
ESTRATEGIA OPTIMA PARA LOS PAISES

EMERGENTES

UNIVERSIDAD
DEL SALVADOR

Autor: Nicole Coquelet

Tutor: Lic. Lidia Rosignuolo

INDICE

PRIMERA PARTE: EFECTIVIDAD DE LA POLÍTICA MONETARIA	
EL CASO CHILENO	Pág. 4
El rol de la política monetaria	Pág. 6
La importancia de los canales de transmisión	Pág. 9
Efectos de la política monetaria	Pág. 10
La nominalización	Pág. 11
La experiencia del período 2000-2001	Pág. 19
Conclusiones	Pág. 23
SEGUNDA PARTE: METAS DE INFLACIÓN. LA ESTRATEGIA ÓPTIMA	Pág. 25
Política Monetaria: Las metas inflacionarias. Adopción, implementación y conducción	Pág. 26
Estabilidad de precios como objetivo último	Pág. 29
Las reglas en las MI	Pág. 30
<i>Reglas instrumentales</i>	Pág. 31
<i>Reglas sobre objetivo</i>	Pág. 33
Economías abiertas: Reglas monetarias y tipo de cambio	Pág. 35
<i>El tipo de cambio y su rol en la determinación de los instrumentos de política</i>	Pág. 37
Implementación: Precondiciones	Pág. 38
<i>Independencia del Banco Central</i>	Pág. 39
<i>Credibilidad</i>	Pág. 40
<i>Ausencia de condicionamientos fiscales</i>	Pág. 41
<i>Renuncia a otras anclas nominales</i>	Pág. 42
<i>Transparencia</i>	Pág. 43
<i>Responsabilidad</i>	Pág. 44
Economías Emergentes: Particularidades y consideraciones adicionales.	Pág. 45
<i>Un requisito adicional</i>	Pág. 46
<i>Consideraciones técnicas</i>	Pág. 47
<i>Mercados Financieros Frágiles</i>	Pág. 48
<i>Disciplina fiscal</i>	Pág. 49
<i>Instrumentos</i>	Pág. 49
Conclusiones	Pág. 49
BIBLIOGRAFÍA	Pág. 52

Muchas veces hemos visto o escuchado como se ha desprestigiado a la política monetaria como herramienta dentro de las políticas económicas. Sobre todo en los denominados países emergentes, los cuales, han enfrentado difíciles situaciones en las últimas décadas. Justamente debido a las particularidades que presentan éstos países la aplicación de determinadas políticas puede resultar difícil y no es seguro que se obtengan los resultados esperados. Lógicamente, antes de preguntarnos cual sería la mejor política monetaria en los países emergentes debemos analizar la efectividad de ésta.

Por esto, el presente trabajo intentará demostrar dos hipótesis. En primer lugar, y concentrado en la primera parte de éste trabajo, se intentará demostrar la efectividad de la política monetaria. En segundo lugar, intentaremos mostrar porqué la estrategia de Metas de Inflación (MI) se presenta como la más adecuada a las características de los países mencionados.

A nivel metodológico, para nuestra primera tarea, utilizaremos el ejemplo chileno, que proporciona una rica experiencia en cuanto a la política monetaria, para demostrar su efectividad. Todos los datos y estadísticas presentadas en ésta primera parte han sido obtenidos y trabajados a partir de la información disponible en el Banco Central y en la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras de la República de Chile. Para la segunda, hemos recopilado y analizado parte de la extensa literatura referente al tema en cuestión, lo que nos permitirá demostrar su conveniencia. En primer lugar, analizaremos los regímenes de metas inflacionarias en general, para luego incorporar las consideraciones adicionales necesarias referentes a las economías emergentes.

PRIMERA PARTE:
LA EFECTIVIDAD DE LA POLÍTICA
MONERARIA
EL CASO CHILENO

La política monetaria en Chile ha tenido que enfrentar situaciones de muy difíciles sobretodo desde 1997, cuando se desató la crisis asiática. Además ha enfrentado un complicado panorama externo, incluyendo graves problemas financieros en las economías emergentes en los años 1998-1999, un fuerte shock petrolero en el 2000 y la gran desaceleración de las principales economías industrializadas durante el año 2001.

En el ámbito interno, el marco de política económica ha variado sustancialmente: el tipo de cambio flota libremente, se implementó una política de meta de inflación, se completó el proceso de apertura de la cuenta de capitales y la política fiscal se guía por una regla preanunciada. En cuanto a la política financiera, como lo analizaremos más adelante, se nominalizó la política monetaria en agosto del año 2001. También se profundizó el mercado de instrumentos de cobertura de riesgo y recientemente se autorizaron los pagos de intereses en cuentas corrientes. A esto se agrega una gran reforma al mercado de capitales doméstico.

Todo este proceso no ha estado exento de debate dada la magnitud de estos cambios, así como también, debido a la importancia que la sociedad asigna a la política monetaria. La discusión ha girado en torno a múltiples aspectos, que van desde los instrumentos y los objetivos de la política, hasta la efectividad de la política monetaria, es decir, de la existencia de transmisión desde la política monetaria hacia sus objetivos. Durante el 2001 ocurrieron muchos hechos relevantes en la macroeconomía chilena, lo

que ha alimentado la discusión sobre la efectividad de la política monetaria. Aquí consideraremos los dos más relevantes.

El primero es que el crecimiento efectivo del producto fue sustancialmente menor al anticipado tanto por las autoridades como por los distintos analistas del mercado. Según los datos históricos, en septiembre del 2000, las proyecciones privadas consideraban un crecimiento de 5,8% para el 2001 mientras que en mayo del 2001 estas proyecciones se habían ajustado a 4,2%, cifras que se comparan con un crecimiento efectivo de 2,8%. En tanto que las proyecciones del Banco Central no tuvieron una trayectoria diferente. Las estimaciones que se realizaban a fines del 2000 y comienzos del 2001 se sustentaban en una recuperación prevista de la demanda externa, un aumento esperado de los términos de intercambio, en la disminución de las tasas de interés de largo plazo y la relativa mayor estabilidad financiera de las economías emergentes. Sin embargo, debieron corregirse a la baja en parte por la constatación de una demanda interna menos dinámica que lo anticipado.

El segundo hecho relevante es que la política monetaria fue más expansiva durante el 2001. En efecto, considerando tanto las señales de desaceleración de la demanda interna, como el empeoramiento de las perspectivas de crecimiento de los socios comerciales, el Banco Central rebajó sucesivamente la tasa de interés durante el primer semestre del 2001. Es así como se recortó la tasa en cinco oportunidades, pasando desde Unidad de Fomento (UF)* + 5% en enero a UF + 3,5% en junio. Posteriormente se sumó un recorte de 50 puntos base en agosto del año 2001, cuando se percibieron los primeros síntomas de una demanda interna débil. El nivel de las tasas de interés se mantuvo inalterado durante el segundo semestre del 2001, aunque en Agosto se dio el paso más importante del proceso de nominalización (como veremos más adelante) de la política monetaria al fijarse la tasa de política en términos nominales. Luego, se inició un nuevo proceso de recortes de tasas de interés durante el primer trimestre del 2002; entre enero y marzo, la tasa de interés de política disminuyó en 175 puntos base.

(*) La unidad de fomento, UF, en vigencia desde 1977, establece un valor diario indexado a la inflación del mes precedente. Es una unidad de cuenta que todos los días 9 de cada mes se determina para los siguientes 30 días, diariamente, como el valor vigente el día anterior por la raíz trigésima de uno más la variación porcentual del IPC el mes anterior.

Estas reducciones en las tasas de interés de política monetaria iniciaron el intenso debate respecto de la efectividad de la política monetaria. En artículos publicados durante ese año algunos se preguntaban si efectivamente sirvieron los recortes de tasas de interés o bien, si la política monetaria tiene verdaderamente efectos relevantes, otros, incluso argumentaron que fue inútil y que todo era un problema de expectativas. En 1997 existió una discusión similar cuando el consumo se venía expandiendo aceleradamente y algunas personas afirmaban que aumentar la tasa de interés no tenía ningún efecto y, por lo tanto, no servía para regular su crecimiento.

El rol de la política monetaria

El rol central de la política monetaria es mantener la estabilidad de precios, siendo ésta una condición necesaria, aunque no suficiente, para lograr estabilidad macroeconómica. Existe consenso, tanto a nivel teórico como práctico, que una inflación alta sólo perjudica la capacidad de crecimiento de las economías, con costos que, además, son pagados en mayor proporción por los sectores de ingresos más bajos. Ahora bien, en el proceso de mantener una inflación baja y estable, la política monetaria asume también un rol de estabilización del producto, en particular cuando existen shocks que afectan en un mismo sentido tanto la actividad como la inflación. Así, tal como lo menciona Corbo (2003), la política monetaria también puede tener efectos contra cíclicos sobre la actividad: si se tiene como objetivo reducir la variabilidad de la inflación también se puede reducir la volatilidad del producto y del empleo.

El problema es que también existen shocks más difíciles de enfrentar; en éstos la sincronía de los efectos sobre la actividad y la inflación no se mantiene. No debemos olvidar que la política monetaria no está capacitada para resolver todos los problemas que enfrenta la economía y hay que tener en claro cuáles son sus ámbitos y no intentar utilizarla para objetivos que no le son propios. Por lo demás, de por sí la política monetaria se enfrenta a una serie de complicaciones como reconocer que tipo de perturbación está afectando a la economía. Por ejemplo, si aumentan los salarios de forma inconsistente con los aumentos de productividad, esto constituye un dilema que la